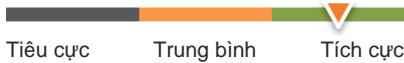


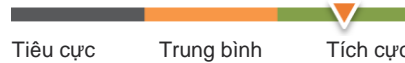
CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ)

Giá thị trường VND145.000	Giá mục tiêu VND143.700	Tỷ suất cổ tức 1,24%	Khuyến nghị NĂM GIỮ	Ngành Hàng tiêu dùng
-------------------------------------	-----------------------------------	--------------------------------	-------------------------------	--------------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

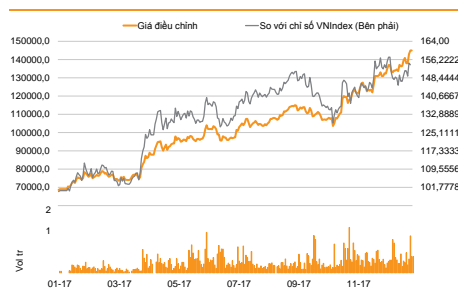


Ngày 24/01/2018

Nguyễn Thanh Tuấn

tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	145.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	68.600
KLGD BQ 3 tháng (cp)	340.000
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	42.793
Thị giá vốn (tỷ VND)	15.675
SL CP đang lưu hành (tr)	108
Free float (%)	53
P/E trượt 12 tháng	20,9
P/B hiện tại	5,5

Cơ cấu sở hữu

Cao Thị Ngọc Dung	9,22%
LGM Investment	4,53%
Route One Investment Co.	4,06%
Khác	82,19%

Nguồn: VNDIRECT

KQKD 2017 ghi nhận mức tăng trưởng đầy ấn tượng, tuy nhiên LNST không đạt kỳ vọng của chúng tôi do chi phí bán hàng và QLDN tăng mạnh hơn dự báo. Giá cổ phiếu đã đạt mục tiêu của chúng tôi và phản ánh phần nào triển vọng tích cực năm 2018, do vậy chúng tôi tạm thời giữ nguyên giá mục tiêu và duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ.

Quá trình mở rộng hệ thống cửa hàng đang dần đem lại quả ngọt, doanh thu bán lẻ tăng 39% trong năm 2017. Trong năm 2017, PNJ mở thêm 48 cửa hàng bán lẻ, nâng tổng số cửa hàng cuối tháng 12 lên 269 (tăng 22,8% so với cuối năm 2016). PNJ lên kế hoạch mở thêm 40 cửa hàng trong năm 2018, và kỳ vọng đạt được con số 300 trong Quý 2/2018 để kỷ niệm 30 năm thành lập.

Tăng trưởng lợi nhuận 2017 rất ấn tượng với con số 61% trong đó LN cốt lõi tăng 38% (đã loại trừ các khoản dự phòng và thu nhập bất thường trong năm 2016). Kết quả này đến từ tăng trưởng 28% của doanh thu và biên lợi nhuận gộp tăng 0,9% (lên 17,4%).

2018 hứa hẹn sẽ tiếp tục là một năm rực rỡ của PNJ. Chúng tôi kỳ vọng đã tăng trưởng sẽ không dừng lại, với doanh thu 2018 tăng 19,6% và lợi nhuận sau thuế tăng 55,2% nhờ 40 cửa hàng mở mới và tốc độ tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu (SSSG) ở mức 12%. Chúng tôi dự phóng doanh thu bán lẻ (với biên lợi nhuận gộp cao) tăng trưởng 36%, giúp biên lợi nhuận gộp tăng lên 19,2%.

PNJ vẫn là sự lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho ngành bán lẻ. Giá cổ phiếu đã tăng mạnh gần đây và đạt đến giá mục tiêu của chúng tôi là 143.700 đồng/CP, tương ứng với P/E 2018 ở mức 14,4x. Tuy vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng vào khả năng tăng giá của PNJ trong trung hạn nhờ (1) tiêu dùng nội địa được dự báo tăng mạnh trong 2018, và (2) vị thế dẫn đầu và hệ thống bán lẻ tiếp tục mở rộng sẽ giúp lợi nhuận tăng mạnh những năm tới. Chúng tôi sẽ chờ thêm những thông tin chi tiết về kế hoạch 2018 cũng như kết quả tăng trưởng của Quý 1 để điều chỉnh giá mục tiêu của PNJ.

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17A	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.706	8.565	10.977	13.127
Tăng trưởng DT thuần	(16,2%)	11,1%	28,2%	19,6%
Biên lợi nhuận gộp	15,2%	16,5%	17,4%	19,2%
Biên EBITDA	3,9%	8,2%	9,1%	11,2%
LN ròng (tỷ)	76	450	726	1.126
Tăng trưởng LN ròng	(70,5%)	496,3%	61,1%	55,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	63,3%	20,8%	37,8%	50,1%
EPS cơ bản	869	4.584	7.032	10.419
EPS điều chỉnh	869	4.383	6.841	9.929
BVPS	13.383	15.267	27.292	34.811
ROAE	5,8%	32,0%	32,6%	33,6%

Nguồn: VNDIRECT

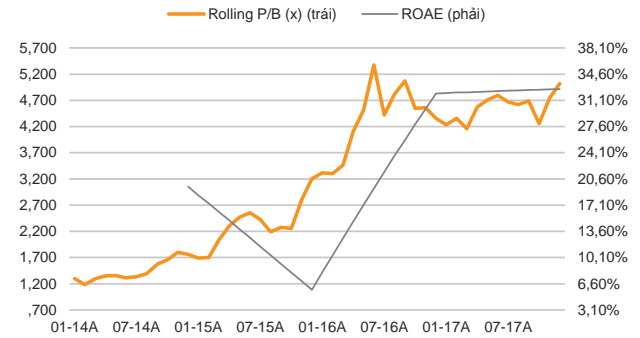
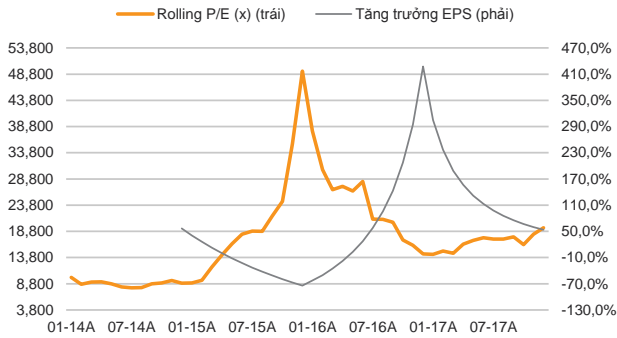
Doanh thu tăng chậm lại cuối năm 2017 không quá ảnh hưởng đến kết quả cả năm. PNJ công bố kết quả doanh thu Quý 4 đạt 3.222 tỷ đồng (+21,8% so với cùng kỳ), giúp doanh thu cả năm đạt 10.977 tỷ đồng (+28%, cao nhất kể từ năm 2013).

Tốc độ tăng trưởng doanh thu Quý 4 tương đương với mức tăng Quý 3, nhưng thấp hơn nhiều so với mức tăng 39% trong 6 tháng đầu năm. Nguyên nhân có thể phần nào giải thích từ sự sụt giảm của SSSG trong những tháng cuối năm, SSSG cả năm ghi nhận ở mức 21% so với 27% trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi không quá lo ngại về sự sụt giảm này khi SSSG cao trong thời điểm đầu năm chủ yếu do KQ cùng kỳ 2016 tương đối thấp, và SSSG theo kế hoạch của PNJ cho những năm tới chỉ là 12%/năm.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh là nguyên nhân chính khiến kết quả lợi nhuận 2017 thấp hơn dự báo của chúng tôi. Chi phí nhân viên tăng 48% trong năm qua là kết quả của tốc độ mở cửa hàng nhanh, khiến chi phí BH&QLDN tăng 40% (982 tỷ đồng, tương ứng với 8,8% doanh thu so với con số 8,0% năm 2016). Chi phí BH&QLDN cao hơn 10% so với dự báo, dẫn đến việc lợi nhuận thực tế chỉ đạt 725 tỷ đồng, thấp hơn 8,9% so với ước tính 795 tỷ đồng.

Doanh thu và lợi nhuận nửa đầu năm 2018 dự kiến sẽ tăng mạnh. Tốc độ mở cửa hàng của PNJ được đẩy mạnh vào cuối năm (31/48 cửa hàng được mở trong Q3 và Q4), và các cửa hàng này thường mất 12 tháng để đạt điểm hoà vốn. Do vậy chúng tôi cho rằng thời điểm Q1, Q2/2018 sẽ là thời điểm các cửa hàng này bắt đầu đóng góp tích cực vào KQKD của PNJ, đặc biệt là trùng với thời điểm mùa mua sắm Tết và 8/3.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-16A	12-17A	12-18E
Doanh thu thuần	8.565	10.977	13.127
Giá vốn hàng bán	(7.153)	(9.065)	(10.606)
Chi phí quản lý DN	(133)	(188)	(224)
Chi phí bán hàng	(554)	(775)	(927)
LN hoạt động thuần	724	950	1.369
EBITDA thuần	759	989	1.404
Chi phí khấu hao	(34)	(39)	(35)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	724	950	1.369
Thu nhập lãi	5	9	13
Chi phí tài chính	(182)	(56)	(45)
Thu nhập ròng khác	43	6	71
TN từ các Cty LK & LD	(1)	0	(0)
LN trước thuế	591	908	1.408
Thuế	(140)	(183)	(282)
Lợi ích cổ đông thiểu số			
LN ròng	450	726	1.126
Thu nhập trên vốn	450	726	1.126
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	450	726	1.126

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-16A	12-17A	12-18E
Tiền và tương đương tiền	155	335	154
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	63	85	86
Hàng tồn kho	2.839	3.402	4.338
Các tài sản ngắn hạn khác	46	74	72
Tổng tài sản ngắn hạn	3.103	3.896	4.649
Tài sản cố định	416	487	567
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	70	109	0
Tổng tài sản	3.588	4.493	5.216
Vay & nợ ngắn hạn	1.449	881	602
Phải trả người bán	326	294	352
Nợ ngắn hạn khác	247	348	422
Tổng nợ ngắn hạn	2.022	1.523	1.375
Vay & nợ dài hạn	59	11	10
Các khoản phải trả khác	7	8	68
Vốn điều lệ và	983	1.081	1.081
LN giữ lại	374	772	1.638
Vốn chủ sở hữu	1.500	2.950	3.763
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.588	4.493	5.216

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-16A	12-17A	12-18E
LN trước thuế	591	908	1.408
Khấu hao	34	39	35
Thuế đã nộp	(160)	(154)	(282)
Các khoản điều chỉnh khác	145	47	105
Thay đổi VLD	(637)	(734)	(835)
LC tiền thuần HĐKD	(27)	107	431
Đầu tư TSCĐ	(87)	(115)	(115)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	165	8	0
Các khoản khác	68	4	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	146	(102)	(115)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	975	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	244	(615)	(282)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(246)	(185)	(216)
LC tiền thuần HĐTC	(1)	175	(498)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	38	155	335
LC tiền thuần trong năm	117	180	(182)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	155	335	154

Các chỉ số cơ bản

	12-16A	12-17A	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	5,3%	6,6%	8,6%
Vòng quay TS	2,61	2,72	2,70
ROAA	13,7%	18,0%	23,2%
Đòn bẩy tài chính	2,33	1,82	1,45
ROAE	32,0%	32,6%	33,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	0,42	0,37	0,38
Số ngày nắm giữ HTK	145	137	149
Số ngày phải trả tiền bán	16,7	11,8	12,1
Vòng quay TSCĐ	19,0	24,3	24,9
ROIC	15,0%	18,9%	25,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,53	2,56	3,38
Khả năng thanh toán nhanh	0,13	0,32	0,23
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,08	0,22	0,11
Vòng quay tiền	129	126	138
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	11,1%	28,2%	19,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	15,6%	31,1%	44,1%
Tăng trưởng LN ròng	496,3%	61,1%	55,2%
Tăng trưởng EPS	427,5%	53,4%	48,2%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.584	7.032	10.419
BVPS (VND)	15.267	27.292	34.811

Nguồn: VNDIRECT

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Chuyên viên Phân tích

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>